

## O IMPACTO MONETÁRIO DA ACUMULAÇÃO DE RESERVAS

*Alexandre Barros da Cunha\**

Todos os fenômenos inflacionários conhecidos tiveram pelo menos um ponto em comum: a expansão da oferta de moeda. Mas se disciplina monetária é um fator necessário e suficiente à estabilidade dos preços, porque alguns governos a relegam para segundo plano? A resposta é simples. Os governos utilizam a emissão de moeda para se financiar.

Um analista apressado poderia afirmar que o caso brasileiro nos 30 meses que antecederam a adoção do real divergiu do padrão acima apontado. Nesse período o governo federal praticamente não apresentou deficits operacionais e os impactos das operações do Tesouro Nacional sobre a base monetária foram via de regra contracionistas.

Porém, se não se emitiu moeda para financiar o Tesouro, o que determinou a expansão da base monetária? Se o deficit operacional fosse nulo, a soma entre as variações reais da dívida pública (interna e externa) e da base monetária e o imposto inflacionário também o seria. Em outras palavras, mesmo existindo equilíbrio operacional o governo poderia ser obrigado a lançar mão do imposto inflacionário caso ocorresse algum problema para rolar a dívida pública ou uma redução na demanda real por base monetária. Esse não foi o caso brasileiro. A dívida pública não apenas foi rolada como também cresceu e o valor real da base monetária não apresentou grandes variações.

A resposta correta para a pergunta acima requer o conhecimento do fato de que o deficit operacional consolidado do Tesouro e do Banco Central não foi zerado. Nem todas as despesas do Banco Central estão incluídas no orçamento da União. Despesas com salários, aquisição de novos computadores e outras assemelhadas fazem parte do orçamento fiscal. Dispêndios efetuados em operações como compra de dólares e assistência financeira às instituições bancárias não o fazem.

Agora já é possível elucidar o porquê da ocorrência de inflação elevada no período anterior ao Plano Real. Já nessa época a economia brasileira era caracterizada por elevadas taxas reais de juros, as quais foram acompanhadas por um incremento no saldo da conta de capitais do balanço de pagamentos.

O crescimento no fluxo líquido de capitais ocasionou um acréscimo na oferta interna de dólares. Essa expansão da oferta teria gerado, caso o Banco Central não intervisse no mercado de câmbio, uma apreciação real da moeda nacional. Como um dos objetivos da autoridade monetária era ajustar a trajetória do câmbio ao diferencial entre as taxas interna e externa de inflação, a única forma do Banco Central atingir sua meta referente ao preço da divisa estrangeira era comprar todo o excesso de oferta de dólares.

Explica-se assim a convivência entre imposto inflacionário, um suposto equilíbrio operacional, dívida pública crescente e base monetária real inalterada: as despesas com aquisição de dólares no mercado de câmbio não eram computadas no cálculo do deficit

---

\* Professor do Instituto de Ciências Econômicas e Gestão da Universidade Santa Úrsula e do Departamento de Economia da PUC/RJ.

operacional. Resta agora analisar a maneira pela qual o Banco Central financiou a expansão das reservas internacionais.

Em artigo publicado em dezembro último neste periódico (O Papel Inflacionário dos Fluxos Cambiais) o professor Márcio G. P. Garcia apresentou evidências da acumulação de reservas ter sido financiada através da expansão da dívida pública. Ainda segundo aquele autor, o crescimento da oferta monetária ocorrido no período em questão não poderia ser atribuído as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, pois os dólares que aqui ingressaram assim o fizeram para serem aplicados em títulos públicos.

Inicialmente, deve-se ressaltar que não possui maior significado a seguinte pergunta: “Como o governo brasileiro financiou a expansão das reservas cambiais?.” De fato, a menos de formalismos legais, se existisse fonte de financiamento para uma despesa qualquer, essa mesma fonte poderia financiar qualquer outro tipo de dispêndio. Na sua forma correta, a questão deveria ser colocada na maneira que se segue: “Como o governo financiou a totalidade de suas despesas?”

Contudo, essa pergunta também não possui maior interesse para a presente discussão. A questão relevante deve ser expressa na forma abaixo: “Se o Banco Central tivesse deixado de sustentar a taxa real de câmbio antes de julho de 94 o processo inflacionário teria sido estancado, como ocorreu quando da adoção do real?”.

As estatísticas disponíveis apontam para uma resposta afirmativa. Caso o Banco Central tivesse se retirado do mercado de câmbio ainda em janeiro de 92, teria sido possível manter a base monetária quase que estável. Dos 30 meses existentes de janeiro de 92 a junho de 94, em apenas 8 o impacto monetário da expansão das reservas não excedeu o próprio crescimento da oferta monetária. Ou seja, se o Banco Central não tivesse comprado dólares e atuasse exatamente da mesma forma que atuou sobre as demais variáveis capazes de influenciar o comportamento da base monetária, esta teria decrescido em 22 dos 30 meses estudados. Decrescido a ponto de se anular.

Como ainda não se teve conhecimento da ocorrência de inflação sem que houvesse por trás o combustível da expansão monetária, é razoável supor que sem essa insana acumulação de reservas não seria necessário aguardar o Plano Real para que o país desfrutasse de preços quase estáveis. Vale observar que os efeitos inflacionários desse tipo de política já haviam sido previstos pelo FMI - ver Montiel e Jonatham, *Macroeconomic Implications of Real Exchange Rate Targeting in Developing Countries*, IMF Staff Papers, dezembro de 91.

Os dados são claros. Apesar da devolução dos cruzados novos bloqueados (que ainda ocorria em 92) e da precariedade das contas públicas em 92, 93 e no primeiro semestre de 94, nada teria impedido a execução de um programa de austeridade monetária. A bem da verdade, as estatísticas parecem afirmar que os elevados índices de inflação verificados de janeiro de 1992 a junho de 1994 decorreram única e exclusivamente de políticas monetária e cambial fundamentadas em objetivos equivocados.